

猪周期下的 CPI

核心要点:

新一轮猪周期已经开启，猪周期对通胀影响是可能未来两年通胀预测的最重要因素。如果只有猪肉价格上行影响，CPI 虽然会受到冲击，但冲击时间不会很长，货币政策基调很难改变。如果加之其他食品和石油价格，尤其是石油价格大幅上行，那么对 CPI 的压力会加大，会给货币政策带来压力。CPI 的高点会在 2019 年 11 月至 2020 年春节左右到来，高点会超过 3%。

猪肉是我国主要动物蛋白来源，猪肉价格对牛肉、羊肉和禽肉有引领作用，而我国猪肉的生产方式决定了我国暂时很难摆脱猪周期。本轮猪周期已经开启，中途逆转和过早结束都不符合现实。2019 年我国生猪存栏和母猪存栏正在快速下降，而受到 2018 年非洲猪瘟和 2017、18 年环保的影响，一些家庭猪场的恢复并不顺畅。即使假定 2019 年生猪进口达到 200 万吨，仍然弥补不了我国猪肉消费的缺口，猪肉价格上涨已经成为定局。猪周期到现在为止可能没有走过半程，预计本轮猪周期的走势与 2016 年相近。那么从时间上来看，猪肉上涨周期可能仍然需要 60 周左右，猪肉价格上涨空间可能超过 36%。

统计局通胀调查下的猪肉包含全国大部分的菜场和超市，猪肉价格零售价格的波动比生猪价格和现有调研猪肉价格的波动要弱。而猪肉单一品种的涨价虽然会对 CPI 造成冲击，但是冲击幅度可能不用担心。但是如果其他肉类品种跟随上行，原油价格同时上涨，那么对 CPI 会造成较大影响，会较大的制约我国的货币政策。

从现有数据来看，牛肉和羊肉的涨价仍在合理范围内，并未出现大幅跟涨，但原油价格有不确定性。原油价格在 2019 年已经到达相对高位，继续上行空间可能有限，那么我们可以单一考虑猪肉和其带动的农产品价格上行对 CPI 带来的影响。

2019 年的猪肉价格打破了 3 月下跌的规律，春季仔猪腹泻也较为严重，预计 2019 年猪肉价格逐月走高，4 季度可能进入价格高点，预计 CPI 单月高点也在 4 季度出现。预计 2019 年食品价格高于 2018 年的 1.7%，大约上行 3.8%，劳动力价格稳定，能源价格随市场波动，预计上行 2.0%，全年 CPI 上行 2.4% 左右，2020 年仍然受到猪周期一定的影响，但是猪肉价格涨幅低于 2019 年，2020 年 CPI 全年约上行 2.3%。

2019 年的 CPI 运行高于 2018 年，这不仅有猪肉价格上涨的因素，也有其他食品价格同时上行的影响。但如果原油价格出现震荡下行，那么 CPI 涨幅会随之拉低，如原油价格下行 10 美元/桶，预计 CPI 下行至 2.3%。

而从货币走势来看，CPI 同比会有小幅走高，但货币预测 CPI 的有效性仍然要看货币投放的持续性。

分析师



许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

执业证书：S0130515030003



一、猪周期的运行	3
1、2 轮猪周期回顾	3
2、生猪和母猪的存栏变化	4
3、进口猪肉对市场的补充	4
4、现行猪周期价格走势判断	5
二、猪周期下 CPI 的走势	6
1、在猪周期下 CPI 猪肉价格变动	6
2、猪肉价格变动与 CPI 关联	7
3、现行猪周期下的 CPI 变动	7
4、货币条件下的 CPI 运行	8
5、2019 年 CPI 预估	9
三、总结	9

图片目录

图 1: 22 省市平均猪肉价格 (元/公斤)	4
图 2: 猪价规律涨跌 (元/公斤)	4
图 3: 生猪和母猪存栏 (万头)	4
图 4: 生猪母猪存栏变化率 (%)	4
图 5: 猪肉进口	5
图 6: 2018 年猪肉进口占比	5
图 7: 猪周期下生猪价格走势 (元/公斤)	6
图 8: 年度生猪价格走势 (元/公斤)	6
图 9: CPI 中猪肉价格变化 (%)	6
图 10: CPI 年度猪肉价格变化 (%)	6
图 11: CPI 中畜肉类的变化 (%)	6
图 12: 猪肉价格变化和 CPI 同比 (%)	7
图 13: 城镇居民人均可支配收入 (%)	8
图 14: 城镇居民恩格尔系数 (%)	8
图 15: CPI 与货币的对比 (单位: 元)	8
图 16: 2019、2020 年 CPI 单月预测 (单位: %)	9

表格目录

表 1: 上市公司生猪出栏量占比	3
表 2: 猪肉平衡表	5
表 3: 两轮猪周期下的 CPI (%)	7

一、猪周期的运行

1、2 轮猪周期回顾

猪肉价格涨跌有规律可循，这是源于我国家庭猪场占主导地位。现在处于新的猪周期起点，预计本轮猪周期与 2016 年相似。

新一轮猪周期已经开启，猪周期对通胀影响是可能未来两年通胀预测的最重要因素，考察新一轮猪周期的影响，需要先回顾一下前两轮猪周期下通胀的变化。

猪周期是指猪肉价格的周期性变化。猪肉消费作为我国第一大动物蛋白来源，有不可替代的地位，而猪场扩产和生猪生长需要时间，这就是猪肉需求的刚性和供给延缓带来的猪肉价格周期性变化。猪肉价格的周期性变化也是我国生猪生产分散有关，大型养猪上市公司的生猪出栏量虽然每年均有提高，但到 2018 年市场占比只有 6.57%。根据猪易网调查，2018 年河南猪场规模分布，30 头母猪以下的猪场占比 45.5%，30-100 头母猪猪场占比 40.5%，小家庭猪场仍然占据市场较大份额。这种分散式、家庭猪场生产方式决定了养猪行业信息传递不畅，猪周期周而复始的发生。

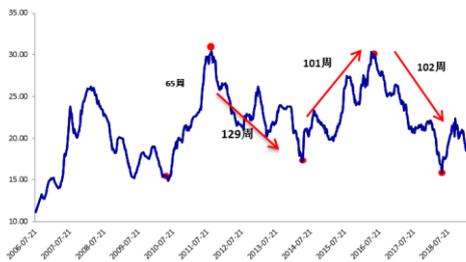
表 1：上市公司生猪出栏量占比

(万头)	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
全国生猪出栏	73510	70825	68518	68861	69382
上市出栏量占比 (%)	2.02	2.86	3.84	5.17	6.57
温氏	1218.27	1535.06	1712.73	1904.17	2229.7
牧原		191.9	311.4	723.7	1101.1
正邦科技	145.95	157.94	226.45	342.25	553.99
雏鹰农牧	121.2	139.24	246.79	250.96	226.98
天邦			58.01	101.42	216.97
新五丰			44.67	49.23	68.48
天康生物				48.94	64.66
唐人神				54	80 (E)
金新农	0.829	1.96	4.22	37.48	34.86
龙大肉食			27.5	32.2	32.75
罗牛山				18.21	26.01

数据来源：WIND 统计局 中国银河证券研究院

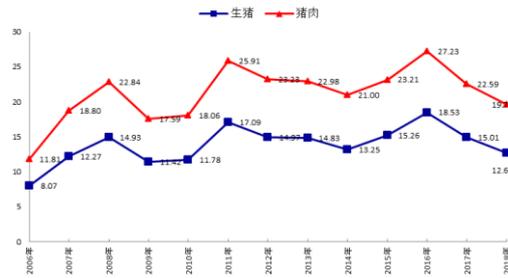
猪周期的分类方式较多，但大体是以猪肉或者生猪价格变化为主。我们以中国畜牧业信息网公布的 22 省市平均猪肉价格为依据来简单划分周期。考察一下最近的两轮猪周期，可以分为从 2010-14 年和 2015-18 年。2010 年猪肉价格涨幅猛烈，用时 65 周在 2011 年 9 月达到顶点，之后下跌至 2014 年 4 月份，用时 129 周。最近一次周期从 2014 年的低点上行至 2016 年 5 月份用时 101 周，而之后猪价下行至 18 年最低点用时 102 周。当然猪肉价格不是持续性下跌或上行，中间也有不断的起伏，这是供给不断变化的影响。

图 1: 22 省市平均猪肉价格 (元/公斤)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 2: 猪价规律涨跌 (元/公斤)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

2、生猪和母猪的存栏变化

生猪和母猪存栏快速下滑，尤其是能繁母猪存栏下滑率达到历史高点。

生猪存栏和母猪存栏在 2018 年底出现快速下滑，生猪存栏量 2018 年底 31,111 万头，母猪存栏量为 2,988 万头，2018 年生猪存栏和母猪存栏比上一年分别下降 8.9% 和 12.73%。2017 年养猪行业经过环保限产，产能得到进一步压缩，2018 年非洲猪瘟的到来加快了这个过程。2018 年非洲猪瘟开始后的几乎全国禁运造成了生猪压栏的现象，之后逐步解禁后有集中出栏态势，而生猪存栏自然快速下滑。2019 年 3 月份生猪存栏 27,421 万头，下行速度达到 -19.12%，能繁母猪存栏 2675 万头，跌幅达到 21.71%，存栏的下行速度达到了历史最高。

能繁母猪存栏历年来不断下降，也是源于猪场 MSY 的上行，农业部《2018 年畜牧业工作要点》里提到，猪肉消费比重下降到 62%，平均 MSY 由 13.4 头提高到 16 头。

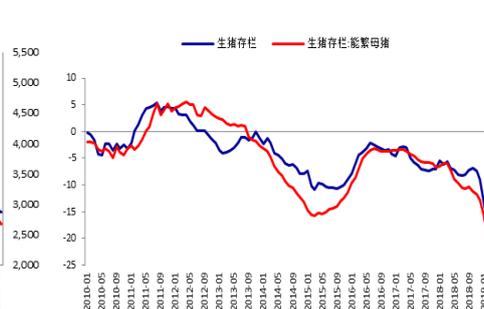
我们对生猪存栏变化的预计是 5、6 月份继续下降，7 月份后市场供应会小幅恢复，但价格中枢上移，3、4 月份高位补栏后可能利润并不理想，之后存栏仍然反复。整体走势可能与 2016 年相似，猪肉涨价过程不是一路向上，可能经过 2-3 次蓄势。

图 3: 生猪和母猪存栏 (万头)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 4: 生猪母猪存栏变化率 (%)



数据来源: 中国银河证券研究院

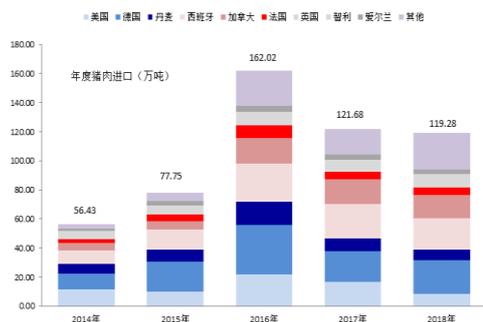
3、进口猪肉对市场的补充

进口猪肉是对市场有利的补充，但是无法弥补我国生猪缺口。

猪肉进口变化是随着猪肉价格变化而动，2016 年国内猪肉价格上行，供给不足，当年猪肉进口 162.02 万吨。2017 年和 2018 年猪肉价格虽然较低，但是更低的国际市场价格仍然有竞争力，猪肉进口相对平稳，保持在 120 万吨左右。2018 年我国主要从德国、西班牙、加拿大、美国等地区进口猪肉，由于中美贸易 2018 年较为紧张，从美国进口猪肉的比例从 2017 年 14% 下降到 2018 年的 7.18%，进口额从 16.57 万吨下降到 8.57 万吨。各国的出口量会随着猪肉价格上行而攀升，我们预计 19 年价格继续上行，猪肉进口量上升。

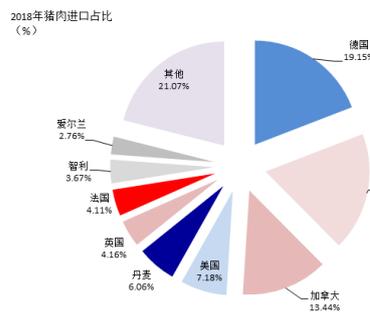
我们预计今年生猪出栏量比去年下滑约 3%，那么猪肉年度产量约 5236 万吨，如果进口量为 180 万吨，2019 年度猪肉总量约为 5404 万吨。从历史数据来看，我们预计年约 5500 万吨的产量等达到市场供需平衡。即使进口量达到 200 万吨，超过历史记录，年度猪肉消费仍然有缺口。

图 5:猪肉进口



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 6:2018 年猪肉进口占比



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

表 2:猪肉平衡表

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019E
生猪出栏 (万头)	71557	73510	70825	68518	68861	69382	66954
猪肉产量 (万吨)	5493	5671	5487	5299	5340	5404	5209
猪肉进口 (万吨)	58.32	56.43	77.75	162.02	121.68	119.28	200
猪肉出口 (万吨)	7.34	9.15	7.15	4.85	5.12	4.17	5
走私猪 (万头)	62	91	100	120	120	100	100
总量 (万吨)	5544	5718	5558	5456	5457	5519	5404

数据来源: 统计局 中国银河证券研究院

4、现行猪周期价格走势判断

生猪价格和猪肉价格分别约有 48% 和 36% 的涨幅达到 2016 年高点，猪肉上涨周期可能仍有 54 周近 1 年的时间。

考察前两次猪周期中生猪价格走势，2016 年生猪价格到达高点 21.2 元/公斤，猪肉价格达到 30.32 元/公斤。截至 4 月 19 日生猪价格到达 14.86 元/公斤，猪肉价格到达 22.77 元/公斤，预计本轮猪周期高点可能超过 2016 年，那么假设生猪和猪肉的价格高点能分别达到 22 元/公斤和 31 元/公斤，那么生猪还有约 48% 的涨幅，猪肉价格还有约 36% 的涨幅。

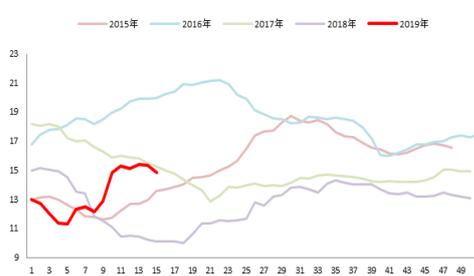
猪肉消费虽然有夏天是淡季，秋冬是旺季的特征，但是猪周期下这种分类失效。生猪价格走势现阶段低于 2016 年但要高于 2015 年，而近期生猪价格出现下滑，我们预计本轮猪周期走势更偏向于 2014-2018 年周期，走势可能介于 15 和 16 年之间。而 2014-2018 年周期生猪上涨用时 101 周，本轮周期从最低点到现在已经经过 46 周，那么至少还有 54 周才到达生猪或猪肉价格高点，也即是仍有 1 年时间消化猪肉价格上涨。

图 7:猪周期下生猪价格走势 (元/公斤)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 8:年度生猪价格走势 (元/公斤)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

二、猪周期下 CPI 的走势

1、在猪周期下 CPI 猪肉价格变动

CPI 猪肉统计更加广泛, 波动幅度减缓, 涨幅最大的年份猪肉价格上行了 20.6%。猪肉年度运行有一定的季节性, 但本轮周期季节性暂时消失, 预计之后猪肉价格可能处于持续上行的状态。

考察 CPI 中猪肉价格变化情况, 猪肉价格并没有显示出明显的两轮周期特征, 猪肉低点一般出现在每年 3 月份, 两轮较高点分别出现在 2011 年 6 月和 2015 年 7 月。两轮猪周期中, CPI 涨幅最大的年份是 2011 年和 2015 年, 分别上行了 20.6% 和 14.13%。

从 CPI 年度猪肉价格变化中也可以看出, 猪肉价格季节性表现为 3 月份和 11 月份为猪肉价格年度低点, 2 季度和年前价格上行, 2 季度一般是屠宰场备货月份, 8 月份价格也可能偏高一般是因为仔猪容易出现春季腹泻, 出栏月份刚好是 8 月份, 出栏量相对减少。这种价格变化在猪周期的 2011 年和 2015 年被打破, 猪肉价格最高点分别出现在 6 月份和 7 月。

今年猪肉价格并未在 3 月份有回落态势, 而生猪价格上行刚好是 3 月份末开始暴涨, 预计 4 月份生猪价格继续向上。2 季度价格可能不会回落, 屠宰场备货可能不变, 这样生猪价格是一路走高态势, 到达 8 月份刚好是春季腹泻仔猪减产时段, 上市量可能更少。9、10 月份猪肉价格可能有小幅回落, 但是如果生猪存栏较低, 回落幅度可能不大。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12941

